

マレーシアの金融危機と民間債券市場

——制度構築の視点から——

首 藤 恵

要 旨

マレーシアは、1980年代の早い時期から民間債券市場を導入し、1997年金融危機の前にすでに、アジア諸国の中で債券市場が例外的に順調な発展をとげてきた国として注目されてきた。しかし、マレーシア民間債券市場が、銀行部門と競合し信用リスクの評価と分散の場としてどの程度機能してきたかについて、これまでほとんど研究はされていない。本論の目的は、次の3点に焦点を絞って、金融危機前後のマレーシアの債券市場政策を分析し、今後の展望について議論することにある。

第一に、マレー人優先の社会経済政策のもとで、債券市場がどのような目的で利用されてきたかを明らかにし、マレーシア債券市場のかかえる構造的な問題を指摘する。第二に、金融危機に際して採用された緊急措置が、債券市場の機能と今後の発展に及ぼす影響を考察する。第三に、金融システム改革の観点から、金融危機後の持続的成長に向けて、必要な債券市場の制度改革の方向について論じる。

貯蓄動員と信用リスクの分散を進めるためには、銀行優位の金融システムから脱却し、債券市場を株式市場のバランスのとれた資本市場を機能させることが必要である。マレーシア政府は、1980年代後半から金融自由化政策の路線に沿って、機関投資家と民間資金需要をつなぐ場として積極的に民間債券市場の基盤整備を進めた。規模と成長の点ではそれなりの成功を収めてきたが、その成長は銀行部門に支えられてきたものであった。

金融危機を乗り越えてマレーシアが行うべき金融構造改革の鍵は、銀行部門の整理統合による資金仲介機能の強化に加えて、銀行部門と資本市場との間における適切な機能分担と競争である。株式市場と債券市場のバランスのとれた資本市場を育成するためには、まずは発行市場と流通市場の銀行部門依存を断ち切らなくてはならない。

目 次

- I. はじめに
- II. アジアにおける債券市場育成の必要性
 - 1. 資本市場の特徴
 - 2. 債券市場の重要性
- III. 債券市場の現状
 - 1. 国債市場
 - 2. 民間債市場
 - 3. 民間債市場の問題点
- IV. 1990年代の民間債市場政策
 - 1. 市場基盤の整備
 - 2. 債券市場とブミプトラ政策
 - 3. イスラム金融制度の拡充と債券市場
- V. 銀行部門の不良債権処理と債券市場
- VI. 金融制度改革と民間債市場の機能拡充

I. はじめに

1980年代末からアジア各国は、市場を介して内外資金を動員するために競って株式市場の育成に務め、資本自由化を進めた。少なくとも市場規模で見ると、株式市場に焦点を当てた資本市場政策は成功したといえよう。だが、振り返れば、必ずしも長期的資金の動員と効率的なリスク資金の配分に結びつくものではなかった。

金融と資本の自由化とともに海外部門のみならず国内銀行部門から直接・間接に株式市場へと資金がシフトしたが、その多くは短期的資金に姿を変え、膨張する長期資金需要は依然として銀行借入に依存していた。その結果、資金需給のミスマッチと銀行の審査能力の不足から、銀行部門に大量の不良債権が積み上げられたのである。銀行の審査能力の不足に加えて資本市場を支える制度基盤の不備は、コーポレート・ガバナンスの真空状態を生み出し、資金配分を歪めたと見られている¹⁾。

マレーシアは、独立後の早い時期から国内銀行システムの強化に力を注ぎ、資本市場の育成にも力を入れてきた。1980年代初頭から他のアジア諸国に先立って、公営企業の民営化と株式

市場の成長を積極的に進め、1980年代半ばにはすでに、民間債券市場の導入を開始した数少ない例でもある。国内銀行部門の育成に次いで、債券市場を含めた資本市場育成政策に着手したマレーシアの制度構築のビジョンは評価されてよい²⁾。金融制度を経済発展の基盤として明確に認識し、国内銀行システムの基盤整備から資本市場の育成へと手順を追って制度構築を進めてきたマレーシアの経験は、途上国の金融制度のあり方を考える上で興味深いモデルを提供する。

しかし、マレーシアもまた1997年には厳しい金融危機を経験した。他のアジア諸国と同様に、1990年代に入って海外資金動員政策を強化した結果、銀行部門と株式市場を介して大量の海外資金が流入し、資産価格の高騰と資本移動の短期化に直面した³⁾。国内では、リスク評価に必要な情報供給システムや情報能力を備えた市場参加者を欠いたまま証券投資が奨励されたために、未成熟な国内投資家をも巻き込んで株式市場が膨張を続けた。

この資本市場政策面の共通点に加えて、マレーシアには株式投資を積極的に奨励する固有の事情がある。ブミプトラ（マレー系市民）の地位向上を目的とする社会経済政策の一環として、株式市場の拡大と資本所有の社会的分散が

進められてきたからである。手厚い銀行保護政策が維持される一方で、資本所有の社会的分散を目的に家計部門の証券投資にさまざまな優遇措置が講じられ、社会保障基金や国営投資信託による集団投資スキームを受け皿として国営企業の民営化が進められ、株式市場の成長が支えられてきた⁴⁾。

首藤(1998)は、こうした政策の結果、リスクの評価と分担があいまいとなり、株式市場がビジネス・リスクの評価と配分場として十分に機能してこなかったことが、安易な銀行貸付とあいまって優先部門への過剰投資を促し、金融危機の素地を生み出してきたことを明らかにした。

翻って債券市場に目を向けると、マレーシアの民間債市場は、アジア諸国の中では例外的に順調な発展をとげてきた例とみなされている。だが、金融危機の前に、債券市場が銀行部門と競合し補完する信用リスク分散場として、どの程度十分に機能してきたのだろうか。金融危機に際して債券市場はどのような問題に直面し、危機を乗り越えるためにどのような役割を果たしたのだろうか。金融危機からどのような教訓を引き出すことができるのだろうか。マレーシアの金融制度構築を考える上で、金融危機前後の債券市場政策について慎重に検討する必要がある。

本論の目的は、上記の認識と問題意識にもとづいて、次の3点に焦点を絞ってマレーシアの債券市場政策を分析することにある。第一に、マレーシア金融システムに固有の構造的問題を考慮しつつ、これまでの債券市場政策の特徴と問題点を明らかにする。とくに銀行部門との関係に注目して、1997年金融危機以前におけるマレーシア債券市場のかかえる構造的な問題を指

摘する。第二に、金融危機に際して採用された緊急措置が、債券市場の機能と今後の発展に及ぼす影響を考察する。第三に、金融システム改革の観点から、金融危機後の持続的成長に向けて、必要な債券市場の制度改革の方向を明らかにする。

本論の構成は以下のとおりである。Ⅱ節では、1980年代から顕著となった東アジア地域に共通する資本市場政策を概観し、金融制度構築の視点から債券市場の必要性について論じる。Ⅲ節とⅣ節では、金融危機以前におけるマレーシアの債券市場に焦点を絞り、その構造的特徴と債券市場政策を展望する。金融危機以前のマレーシア債券市場は、銀行部門への強い依存関係のもとに置かれてきたことが明らかにされる。Ⅴ節では、金融危機への緊急的対応と債券市場の関連について議論する。Ⅵ節では、長期的視点に立って、債券市場を含めた金融構造改革の必要を論じる。

暫定的に次の結論が導かれる。危機後にマレーシアが行うべき金融構造改革の鍵は、銀行部門の整理統合による資金仲介機能の強化に加えて、銀行部門と資本市場との間における適切な機能分担と競争である。発行市場の銀行部門依存を断ち切ることが、株式市場と債券市場のバランスのとれた資本市場を育成するための第一の要件である。

Ⅱ. アジアにおける債券市場育成の必要性

1. 資本市場の特徴

アジア諸国では、1980年代後半から民間主導型成長への転換が進められ、金融自由化と並行して積極的な株式市場拡張政策が採用された。

実際、各国の時価総額と売買回転率は、この時期に大きく上昇した。マレーシアの株式市場は香港やシンガポールと並んで歴史が古く、1980年代以前にすでにかなりの市場基盤を有していたが、1980年代後半に他の諸国で見られる時価総額に対する売買回転率の異常な上昇という現象は、それほど顕著ではない⁵⁾。

しかし、実体経済の規模に対する株式市場の飛躍的な拡大は他のアジア諸国と共通し、先進諸国の資本市場と比較すれば、債券市場の規模はやはり相対的に小さい。表1は、1995年末現在における資本市場の規模を国際比較したものである。東南アジア諸国の中で国内金融市場が比較的整備されているシンガポールやマレーシアでさえ、株式市場が突出しているという途上国市場に共通の特徴が明らかである。1980年代後半から、アジア地域で金融自由化と並行して積極的な株式市場拡張政策が進められた背景には、共通して以下の認識があったといえよう。

表1 資本市場規模の国際比較 (1995年末, % of GDP)

	株式市場	国内債券市場
韓国	39.9	49.9
シンガポール	173.7	57.3
マレーシア	261.1	73.2
メキシコ	36.3	8.9
アルゼンチン	12.3	15.0
インド	39.7	30.4
米国	94.6	148.1
日本	71.8	97.0
イギリス	127.5	54.2
ドイツ	23.9	79.1

注：発行残高ベース。債券には、長期債、中期ノート、コマーシャル・ペーパー、財務省短期国債、その他短期ノートを含む。

出所：Bank Negara Malaysia, *Annual Report 1996*, P.157, Tablex. 2.

原資料：IFC, IBFMD, BIS.

第1に、経済成長に対する「銀行のリスク分担機能の制約」である。成長のために銀行借入をさらに拡大しようとするれば、銀行部門へのリスク集中が進む。ところが、決済手段の提供者である銀行部門のリスク分担機能は本質的に一定の制約を負っている。高まるリスク投資に十分に対応しきれないから、リスク分散の場として株式市場の育成が不可欠である。第2に、「民間主導型システムへの移行」である。そのためには「公営企業の民営化」が避けられず、その受け皿として株式市場の整備が前提条件とみなされた。第3に、より高い成長を実現するには「外資導入政策の強化」が不可欠である。海外直接投資の誘導のみでは不十分であり、金融グローバル化に対応して「海外証券投資」を動員しなくてはならない。

こうした認識に立って、各国は競って企業公開や公営企業の民営化を進めて株式市場を創設し、証券取引所の売買システムや情報伝達システムなど装置（ハード）の近代化に努めた。だが、公正な価格形成の基盤となるべき法制度や会計制度の整備（ソフト）は、従来の取引慣行や利害関係の調整を必要とするために、どの国でも遅れがちであった。ハードとソフトが乖離したままで、積極的な成長政策を進めたために過度の成長期待をもたらし、株式市場への国際資金の流入を加速し、国内投資家を巻き込んで市場を膨張させる要因となった。

2. 債券市場の重要性

アジア諸国が民間主導による持続的成長を望むならば、市場を介した長期資金動員とリスク分散が不可欠である。銀行部門のみでは、資金動員とリスク配分の両面で限界がある。これまで、多くの国で長期にわたって銀行部門は政府の保

護のもとにおかれ、そこにリスクが集中した。

投資が拡大し投資リスクが高まる中で銀行部門にのみ依存し続ければ、審査能力の不足から必然的に経営の悪化をもたらす。その上、銀行は決済機能を担っていることから、長期資金の仲介機関として本質的な制約を負っている。資産と負債のミスマッチの回避、自己資本規制や大口貸出機性などブルーデンシャル・ルールの遵守など、制度的制約を受けざるを得ないからである。

それに加えて、資本市場の育成は、世界的な証券化の流れに適應して経済成長を達成する上で避けえない。内外市場を分断して銀行優位の金融システムによって国内貯蓄を動員し経済成長を実現することができた日本の場合とは、決定的に異なる経済環境に置かれているからである。

経済発展が一定の段階に達しさらなる持続的成長を求めるときには、銀行部門と競合し補完する資本市場の導入は必然的な流れといえる。しかしながら、株式市場が資金調達と資産運用の場として機能するためには、取引の公正と効率性を担保する「市場制度基盤」と、リスク投資に精通した洗練された「投資家の存在」が必要である。これらの条件を欠いたまま、銀行優位のもとで急速な株式市場へのシフトを進めれば、国内資金の動員と国内企業によるリスク投資の実現の両面で歪みをもたらすであろう。

資産運用の面で、預金から株式投資へのシフトは、リスク評価とリスク分担能力の両面で無理がある。債券投資は、投資家としての経験が欠きリスク許容度が低い資金供給者に対して、低リスクで流動性の高い手段を提供する。個人資産蓄積が低水準にある経済で広く国内資金を動員するには、ハイリスク・ハイリターン

品だけでなく、比較的安定したリターンを提供する固定金利商品が選択肢に加えられるべきである。

一方、資金調達の面では、一定の知名度と評価を得た企業にとって、株式市場におけるビジネス・リスクの分散のみならず、不特定多数の間で広く債務不履行リスクを分散し機動的かつ低コストで長期資金を調達できる債券市場は、企業の選択肢を広げる上で有用である。それだけでなく、銀行借入と代替的な資金調達手段を提供し、銀行部門の競争を促す点でもきわめて重要である。

民間債券市場の育成は、比較的規模の大きな企業に新たな資金調達手段を提供し、国内資金動員を拡大して海外貯蓄への安易な依存と短期資金移動を抑制する点で、もっと注目されるべきであろう。

以下では、アジア諸国の中で比較的早い時期に民間債市場の創設に着手した、マレーシアの債券市場政策と債券市場の現状について、詳しく論じることにしよう。

Ⅲ. 債券市場の現状

1. 国債市場

すでに指摘したように、発行残高で見ると、マレーシアの債券市場の規模は発展途上国の中では群をぬいて大きい。表2は、1975-97年の債券発行残高構成と対GNP比率を示している。統計数値の出所の違いから表1の数値と一致していない点は注意が必要だが、債券発行残高は1980年代から安定してGNPの50-60%を占めている。債券市場の中心は国債（Malaysia Government Bonds: MGS）であり、1970年代から1990年代初頭まで発行総額の約90%を占め

表2 証券発行残高対GNP比率

	国債発行残高 (100万リンギ)	債券発行残高 (100万リンギ)	株式時価総額 (100万リンギ)	国債発行残高 対GNP比	債券発行残高 対GNP比	株式時価総額 対GNP比	債券発行に占める 民間債比率 (%)
1975	8,661	-	11,700	0.401	-	0.542	-
1980	16,763	-	43,100	0.326	-	0.839	-
1985	36,584	-	58,300	0.508	-	0.809	-
1990	62,106	69,265	131,700	0.561	0.625	1.189	9.0
1991	65,263	74,297	161,400	0.528	0.601	1.306	10.9
1992	66,643	73,311	245,820	0.475	0.523	1.753	15.6
1993	66,018	84,387	619,640	0.415	0.531	3.896	17.9
1994	64,969	95,003	508,850	0.359	0.525	2.813	25.3
1995	64,719	102,913	565,630	0.311	0.494	2.717	31.1
1996	66,910	118,896	806,770	0.281	0.500	3.391	39.3
1997	66,262	133,230	375,800	0.252	0.506	1.429	47.5

出所：Bank Negara Malaysia, *Monthly Statistical Bulletin*.Bank Negara Malaysia, *The Central Bank and the Financial System in Malaysia*, 2000, Table III. 3 より計算。

てきた。その後、国債の比重は徐々に低下傾向をたどり、1990年代後半には民間債が全体の40%程度に達している。表3は1988年以降における民間債の新規発行内訳を示しているが、民間債のなかでも社債発行の成長と多様化が顕著であり、債券発行が企業の資金調達手段として定着してきたことがわかる。

国債は、1960年代まで主として「被雇用者年金基金」(Employees Provident Fund: EPF)の運用ニーズに対応する資産を提供する目的で発行された⁶⁾。さらに、1970年代後半から、イン

フラ整備など公共部門の開発支出をまかなう目的で本格的な大量発行が始まった。安定的な財源を確保しつつインフレを回避するために、政府は年金基金と保険機関には投資の一定割合を国債で満期まで保有することを義務付け、金融機関には法定準備として国債を保有することを義務づけた。こうして1980年代半ばまで、徹底した割当消化と転売禁止が行われて、国債市場は完全な「captive market」として性格づけられたのであった。

1980年代前半に重工業化政策へと転換する

表3 民間債の新規発行額(総額)

(100万リンギ)

	普通社債	ワラント債	転換社債	イスラム債	Cagamas債	民間債合計
1988	559	-	122	-	1,200	1,881
1989	337	-	316	-	1,250	1,903
1990	973	269	581	378	400	2,601
1991	590	150	1,056	350	-	2,146
1992	1,184	451	607	25	2,114	4,381
1993	2,109	1,089	164	-	1,650	5,012
1994	1,021	2,861	1,323	300	4,760	10,265
1995	3,929	3,607	863	800	3,022	12,221
1996	2,675	5,563	1,794	2,350	4,665	17,047
1997	4,209	2,950	2,019	5,249	5,169	19,596
1998	10,238	150	99	345	3,320	14,158

注：Cagamas債は住宅抵当証券。

出所：Bank Negara Malaysia, *The Central Bank and the Financial System in Malaysia*, 2000, Table III. 2。

と、財政赤字がさらに拡大した。国債を消化するためには弾力的な国債管理政策が必要となり、1980年代後半から「国債市場の自由化」が開始された。国債発行市場におけるプライマリー・ディーラー制の導入（1989年）、国債売買のスクリップレス化（1990年）など、価格形成の実勢化と取引効率を改善するための制度整備が実施され、年金基金や投資信託に対する国債保有規制の緩和も進められた。

こうした一連の規制緩和によって、狭いながらも国債流通市場が形成されはじめ、価格形成も実勢に近づいたと言われている。債券売買高に関するデータは十分ではないが、金融危機にいたる1995-1997年の年次データによれば、国債の売買回転率は、5.9%、37.9%、18.5%である⁷⁾。規制緩和が功を奏して国債売買がある程度高まったことは確かである。とはいえ、いまだきわめて低い水準である。日本では国債の大量発行が始まる以前の1970年の国債売買回転率

が16.4%であり、ほぼその当時に匹敵する⁸⁾。

表4から国債保有者の構成を見ると、最近にいたるまで社会保障機関と銀行部門が発行残高の大部分を保有している実態に、大きな変化はない。また、表5で示されているように、インターバンク市場は、銀行間貸借が中心である。債券・手形売買すなわちマネー・マーケットの規模は、全体の10%台を占めるにすぎない。国債市場の自由化が進められたとはいえ、国債市場のcaptive marketとしての特徴は1990年代に入っても基本的に変わっていないと見るべきであろう。

このように流通市場が極端に狭く流動性が不足しているために、国債のプライマリー・ディーラー制度が導入されたものの、ディーラーはマーケット・メイクには消極的とならざるをえないのが実態と思われる。その結果、国債利回りは債券価格の基準となるべきリスク・フリー・レート、すなわち、「ベンチ・マーク・レ

表4 マレーシア国債の保有構造 (%)

	1989	1990	1992	1995	1997
公共部門	7.8	9.2	7.9	7.5	6.4
連邦政府	0.6	0.6	0.5	0.4	-
非金融公営企業	7.2	8.6	7.4	7.1	-
社会保障基金・保険	63.5	63.2	66.7	71.4	68.5
被雇用者年金基金	58.6	58.2	59.5	60.5	57.5
保険会社	2.3	2.3	4.3	7.7	8.0
社会保障機関	2.0	2.2	2.3	2.6	3.0
金融機関	28.4	27.4	25.2	17.7	22.5
商業銀行	13.4	12.6	13.0	9.4	-
国営貯蓄銀行	2.6	2.6	2.8	3.2	-
その他金融機関	6.8	5.6	6.2	4.0	-
その他	0.2	0.2	0.2	3.4	2.6
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
(100万リンギ)	58,213	62,106	66,643	64,719	66,262

出所：Bank Negara Malaysia, *Annual Report*, various issues and *Monthly Statistical Bulletin* Sep.1998

表5 インターバンク市場の特徴

(100万リンギ)

	インターバンク取引		貨幣市場の 国債売買高	貨幣市場の比率 (%) B/(A+B)
	銀行間貸借A	貨幣市場B		
1989	213.6	31.3	5.8	12.8
1990	262.0	38.1	6.9	12.7
1991	321.6	45.9	7.7	12.5
1992	364.5	51.1	5.5	12.3
1993	505.1	78.0	18.8	13.4
1994	805.1	107.3	10.9	11.8
1995	742.7	142.4	3.8	16.1
1996	973.5	182.3	25.4	15.8
1997	1,673.6	187.0	12.4	10.1
1998	1,650.7	171.6	27.3	9.4

出所：Bank Negara Malaysia, *The Central Bank and the Financial System in Malaysia*, 2000, Table III. 1, III 3。

ート」として機能しなかったのである。この問題を解決するために、政府は1997年にベンチ・マーク債を発行する国営投資会社を設立し、人為的にベンチ・マーク・レートを導入した。この点については、後で再び触れることにしよう。

2. 民間債市場

民間債 (Private Debt Securities: PDS) 市場は、1980年代半ばの住宅抵当証券市場の創設に始まる。国債市場の自由化と並行して、1986年に国営住宅抵当会社 (Cagamas Berhad) が設立され、1987年に第1回目としてCagamas債 (住宅抵当証券)、1億リンギが発行された。金融機関は、強制的な国債保有のみならず、多様なプミプトラ向け優先貸出を義務付けられてきた。とりわけプミプトラ向け住宅貸付は長期貸出であるところから、金融機関は流動性不足に悩まされ、経営を圧迫する要因の一つとなった。

住宅抵当会社の役割は、債券発行資金を用いて金融機関から住宅抵当貸付を買い取り、金融機関に流動性を供給することにある。だが、より広い視点に立つならば、Cagamas債発行の意義は、民間企業の債券発行に道筋が付けられた点にある、と見るべきであろう。

1990年代に入ると、株式市場の活況を背景としてエクイティ債の発行が活発化し、イスラム債 (イスラム原理に抵触しないゼロ・クーポン債) の発行も始まった。表2で示されたように、債券発行残高における民間債のシェアは着実に上昇し、Cagamas債を含めると1997年末に債券発行残高にしめる民間債のシェアは40%近くにまで達した。

ところで、企業部門の資金調達手段として、債券発行はどのように利用されてきたのであろうか。表6は、1989-98年の民間資金調達に対する銀行部門と資本市場の寄与率を計算したものである。1990年代においても、平均して民間部門の資金調達の60-70%は銀行借入に依存していた。また、1992年までは資本市場からの資金調達の3分の2は株式市場によるものであった。ところが、その後、債券市場からの資金調達額は株式発行と肩を並べ、1990年代後半に入ると、銀行貸付の20%程度を占めるまでに拡大したのである。これは、銀行貸付と民間債市場との競争が進んだことを意味するのであろうか。この点に関する議論は次節に譲ることにして、債券市場を介して資金がどこに流れたかを知るために、ここで債券発行主体に目を向けよう。

表6 企業部門の資金調達（純額）

(100万リンギ)

	民間部門の資本市場調達			金融機関貸付			民間資金調達への寄与率 (%)		
	債券発行	株式発行	合計	商業銀行	金融会社	合計	債券市場	株式市場	資本市場合計
1989	1,853	2,508	4,361	10,304	4,064	14,368	9.9	13.4	23.3
1990	2,129	8,650	10,779	13,161	7,154	20,315	6.8	27.8	34.7
1991	1,972	4,391	6,363	16,448	7,103	23,551	6.6	14.7	21.3
1992	3,324	9,181	12,505	8,523	4,105	12,628	13.2	36.5	49.8
1993	3,639	3,433	7,072	11,507	5,545	17,052	15.1	14.2	29.3
1994	9,032	8,458	17,490	16,915	6,311	23,226	22.2	20.8	43.0
1995	8,338	11,438	19,776	40,856	12,665	53,521	11.4	15.6	27.0
1996	14,533	15,924	30,457	72,813	19,745	92,558	11.8	12.9	24.8
1997	16,588	18,358	34,946	61,517	25,893	87,416	13.1	14.5	27.5
1998	6,175	1,787	7,962	9,389	-16,216	-6,827	-	-	-

注：1）金融機関貸付は、国内貸付残高の増分として計算。

2）債券には、全普通債、ワラント債、転換社債、イスラム債を含み、銀行部門が発行する債券を除く。

出所：Bank Negara Malaysia, *Monthly Bulletin*, Sep.1998, *The central Bank and the Financial System in Malaysia*, 2000.

表7および表8は、資金調達の産業別構成を示したものである。これらの表から、証券市場と銀行部門を介してどのような部門に資金が流れているかを知ることができる。株式発行に関しては、金融・不動産業と製造業部門が多く、

それに対して、債券発行は建設・電気ガスなど民活インフラに多くの部分が向けられてきた。銀行貸出にしろる製造業の比率は低下傾向にあり、大きな部分がサービス業、不動産投資、株式投資に向けられる傾向が見られる。

表7 新規証券発行による資金調達の産業別構成

(%)

	製造業	建設	電気・ガス・水道	運輸・通信・倉庫	金融・不動産	商業	合計 (100万リンギ)	
株式発行								
1990	17.2	14.6	24.9	6.8	26.8	6.1	100.0	9,464
1991	25.4	17.5	0.0	7.2	43.4	1.1	100.0	3,160
1992	20.1	5.6	33.7	20.3	14.5	1.7	100.0	9,546
1993	48.6	18.4	0.0	0.8	20.9	7.0	100.0	3,599
1994	27.9	18.5	7.7	0.4	31.2	8.1	100.0	8,229
1995	43.1	11.6	15.6	0.8	32.2	9.2	100.0	13,058
1996	22.9	20.4	0.0	6.0	24.1	15.5	100.0	14,958
1997	22.9	18.1	0.0	2.1	36.9	5.8	100.0	17,523
民間債発行 (Cagamas債を除く)								
1990	49.7	10.1	0.0	4.9	12.8	11.7	100.0	2,203
1991	12.4	41.0	0.0	14.4	0.0	17.2	100.0	2,146
1992	9.4	15.3	0.0	8.4	4.5	51.4	100.0	2,269
1993	7.7	28.9	46.7	9.7	6.5	0.6	100.0	3,364
1994	12.7	18.9	17.7	26.5	2.7	18.0	100.0	5,506
1995	9.5	20.5	16.6	13.6	26.3	11.4	100.0	9,201
1996	29.4	21.0	8.2	5.4	23.3	9.1	100.0	12,373
1997	25.1	14.4	15.4	27.1	15.7	0.8	100.0	14,377

注：1）商業は、商業一般、ホテル、レストランを含む。

2）その他には、農林漁業、鉱業、サービスなどが含まれる。

出所：Bank Negara Malaysia, *Monthly Statistical Bulletin*, Sep. 1998.

表8 商業銀行貸出の産業別構成 (増分ベース)

(%)

	製造業	建設	住宅	不動産	金融・保険	商業	株式購入	合計	100万リング
1990	34.4	5.5	10.6	4.3	12.5	8.4	8.2	100.0	13,616
1991	29.1	7.4	12.5	5.3	14.7	9.4	6.1	100.0	16,448
1992	21.8	22.0	7.2	11.9	24.8	2.8	0.6	100.0	8,523
1993	13.3	6.1	20.3	3.5	29.0	7.7	2.5	100.0	11,507
1994	31.3	6.3	-2.8	-3.5	-0.1	9.4	23.2	100.0	16,915
1995	24.9	9.1	5.8	12.4	16.7	10.5	7.7	100.0	40,856
1996	12.9	12.2	5.0	12.2	23.7	7.9	7.1	100.0	42,813
1997	14.5	13.7	6.0	5.6	16.0	11.2	3.1	100.0	71,763

注：1) 商業は、商業一般、ホテル、レストランを含む。

2) その他には、農林漁業、鉱業、消費者信用などが含まれる。

出所：Bank Negara Malaysia, *Monthly Statistical Bulletin*, Sep. 1998.

ところが、金融危機に先立つ1995-97年に債券発行が急増し、発行主体に顕著な変化が認められる。銀行貸出が激減した製造業で債券発行が増えているのに加えて、金融・不動産関係による発行が総額の4分の1近くまで高まった点は注目に値しよう。製造業における銀行貸付の後退を債券発行が肩代わりしていることと、銀行貸出と株式発行のみならず債券発行によってかなりの資金が不動産市場や株式市場へ流入していったと推測される。

3. 民間債市場の問題点

上で述べたように、1990年代に入って、民間債は銀行貸出および株式に次いで、第3の資金

調達手段として台頭してきた。ところが、その過程で、民間債の発行市場はいくつかの歪みを抱えていたのである。ここで、注目すべき特徴として、次の4点あげておこう。

第1に、発行形態が「私募債発行」に大きく偏っていることである⁹⁾。表9は、代表的な格付け機関Malaysia Rating Agency (RAM) による、債券発行に関する1995年調査の結果を要約したものである。1995年7月15日現在、RAM格付け債は、268億リング（発行決定を含む）であり、これは1995年末の社債発行残高とほぼ対応する。社債発行残高の同時点における既発行債のうち、公募発行は13.3%のみで、残り86.7%は私募発行である。

表9 格付け社債発行の特徴 (1995年7月15日現在)

RAM格付け債	268億リング 205件 (51%長期債, 49%短期債)
満期	2.2-15.75年 (平均5.1%, 80%が5年債)
発行規模	0.15-15億リング (平均1.38億リング, 2億リング以下が86.7%)
銀行保証	発行件数の58%, 発行価値の45% (製造業は80%超)
発行目的	63%は運転資金
発行主体	58%はKLSE上場会社 (一部上場48%, 二部上場10%) 42%は非上場会社 (民間企業35%, 公企業6%, その他1%)
発行形態	公募は既発行分166件219億リングのうち22件, 発行額の13.3%

出所：Rating Agency Malaysia, *RAM FOCUS*, No2, December 1995.

私募とは、1965年会社法（Company Act Section 47B）により、10人を超えない投資家に割り当てられる場合とされ、参加者は、金融機関、年金基金、法人組織に限定されている。私募発行の場合、発行主体はプロスペクタスの発行要件を免れるだけでなく、ポート・ディール方式を用いると、資金調達コストの面で多くのメリット——（a）迅速かつ容易な債券発行が可能、（b）固定金利分（クーポンレート）を2－3％の低い水準に抑えることができる、（c）すべての市場リスクを主幹事が負担するな——を享受できる¹⁰⁾。

私募債発行への偏りは、より最近のデータによっても確認できる。表10は、1997年10月末現在におけるRAM格付け債の内訳を示している。総発行残高は483億リンギ、発行件数は310件であり、長期債発行数143件のうち82.5％（発行額の62％）はワラント債である。ワラント債は、通常、「ポート・ディール」ベースで発行されている。ポート・ディールでは、主幹事（primary subscriber）が一括して引き受けて、それを投資家（secondary subscriber）に私募の形で割り当てる形で売却されている。

表10 RAMの格付けを受けた民間債の内訳(1997年10月末現在)

種類	発行件数	発行額 (100万リンギ)
長期債	143	28,390
ワラント債	118	17,613
転換社債	3	384
普通社債	17	8,043
優先株	1	1,000
イスラム債	4	1,350
短中期債	167	19,870
合計	310	48,266

出所：Rating Agency Malaysia, RAM FOCUS, No.8, Jan. 1998.

第2は、「中小企業による発行」の比重の大きさである。再び9表に戻ろう。同1995年調査によれば、格付けを受けて実施あるいは実施が決定された民間債の発行件数は、205件268億リンギであり、長期債が51％（平均満期5.1年で発行件数の80％が5年満期に集中）である。発行規模、種類、および発行主体とも多様化が進み、発行体も多様な産業にわたっている。だが、発行件数の86.7％が2億リンギ以下、62％が1億リンギ以下（平均発行規模1.38億リンギ）の中小規模発行に集中している。取引所上場会社による発行は58％のみである。中小企業あるいは未上場会社による小規模社債発行の多さは、先進国と途上国を問わず他の民間債市場ではみられない特徴であろう。

第3に、それとの関連で、社債発行における「銀行保証」はきわめて多い¹¹⁾。1995年現在、民間債発行件数の58％（価値では121億リンギで全発行額の45％）が銀行保証債である。銀行保証は、とくに信用度の低い小規模発行に偏り、製造業では発行額の80％を超える。

第4に、社会保障機関や銀行への「保有の集中」である。私募債発行が一般的であったから、民間債の保有もまた社会保障基金や銀行に集中していた。民間債保有構成に関して詳細なデータは利用できないので、実態を知る手がかりとしてLin（1996）の数値を引用しよう。表11は1990年と1995年の民間債の保有状況を要約している。同表から、民間債発行残高の70－80％は、銀行や社会保障基金に保有が集中していることがわかる。

通常、債券発行は、知名度の高い大企業にとって有用な資金調達手段である。ところがマレ

表11 民間債の所有者構成比

	1990	1995
発行残高総額 1 / (10億リング)	7.1	31.8
保有比率 (%)		
発行残高	100.0	100.0
機関投資家保有 2 /	69.0	81.1

注：1 / Cagamas債を含む。

2 / 社会保障基金、商業銀行、マーチャント・バンク、ディスカウント・ハウス。

3 / 発行残高と保有比率の1995年数値は推定値。

出所：Lin (1996) Table 4a, 4bより引用。

ーシアでは、銀行保証債という形で中小企業による債券発行が奨励され、その多くが私募の形で実質的に市場を通さずに金融機関や社会保障基金によって消化されたのである。1990年代に入って民間債市場は急速に成長したものの、それが債務不履行リスクの社会的配分という債券市場本来の機能の実現につながったかどうかについては、大いに疑問が残る。ここで、マレーシアにおいて、中小企業に債券市場が活用された経緯を見てみよう。

1989年に、1970年代から商業銀行に対して適応されたマレー系市民や中小企業への優遇貸付金利が撤廃された。しかし、同時に信用保証が強化され、マレー系中小企業への優先貸付制度はむしろ拡大された。マレーシア信用保証協会による保証スキームを利用して、商業銀行による中小企業向け信用保証付き貸出は、その50%がマレー系企業に向けられた。さらに、1994年から信用保証を受けられる貸付の最低規模が引き上げられ、同時にブミ向け貸出枠が20%から30%に引き上げられることになった¹²⁾。

これと並行して中小企業の債券発行が奨励された。しかもその大部分には銀行保証が付されたのである。1990年代に入って急成長した社債市場の実態は、銀行貸付の変形にすぎず、マレ

ー系企業を主体とする中小企業への銀行融資拡大の手段として利用されたと見てよい。

このような形で中小企業育成に市場が政策的に利用されるのは、債券市場の健全な発展という点では好ましいことではない。債券のリスクを曖昧にし、機関投資家のリスク管理能力の向上を妨げて取引を不透明化しているからである。活発な市場を作り上げる上で必要とされる、多様なリスク・リターンを有する債券の発行を阻み、信用リスクの分散という債券市場本来の機能を制限する。それに加えて、安易な銀行保証の利用は、企業経営に対する金融機関と市場のガバナンスを曖昧にし、銀行の不良債権問題を深刻化する要因の一つとなったと考えられる。この点に関して、実証的な研究が必要である。今後の課題としたい。

IV. 1990年代の民間債市場政策

1. 市場基盤の整備

ここで、マレーシアの債券市場の育成政策に触れておきたい。第5次5カ年計画にもとづいて、1980年後半に国営住宅抵当証券会社が設立され住宅抵当証券市場が創設されて以来、民間債券市場の基盤整備のためにいくつかの措置が講じられてきた。市場基盤の整備という点では、1990年代のマレーシアの債券市場政策は、それなりの合理性をもって進められてきたといえる。ここで、1990年代に行われた3つの政策——①信用格付け機関の強化、②清算会社の設立、③市場価格にもとづくベンチ・マーク利回り曲線の創出——に注目しよう。

①信用格付け機関の創設と機能強化

1990年11月に、政府の強力な後押しにより、

格付け機関Rating Agency Malaysia Bd. (RAM) が国際的格付け機関との合併の形でスタートし、1992年には民間債に格付けを義務づけた。さらに、1996年には新たな格付け機関Malayan Rating Corporation Bhd (MRC) の創設がされた。

②清算システムの改善

1990年に国債・中央銀行証券・Cagamas債の決済にスクリップレス売買システム (Scripless Trading System: SSTS) が採用され、1996年にはイスラム債と社債にも拡張され始めた。

③ベンチマーク債の導入

すでに指摘したように、金融機関や社会補償基金による国債保有規制は1980年代後半から徐々に緩められたが、国債流通市場は1990年代に入っても価格形成の面で強い制約を負っていた。その結果、国債利回りは債券発行と債券投資のベンチ・マークとして必要なリスク・フリー・レートの機能を果たすことができなかった。政府は、1997年にリング建てベンチマーク・ボンドの発行を目的に、大蔵省100%保有による国営投資会社Kahzanah Nasional Berhadを設立した。同社は、通称Khazanah債と呼ばれる政府保証付き3ヶ月物ゼロクーポン債を発行している。1997年9月に、1億リングの第1回発行を行い、競争入札により7.82%の平均利回りが実現した。

1980年代後半における国債市場の自由化に加えて、1990年代における上記の措置により、少なくとも形式的には債券市場の基盤は整えられたと見ることができよう。

2. 債券市場とブミプトラ政策

繰り返すが、マレー系イスラム社会の地位向

上と安定性の確立が経済発展政策における至上目的であり、資本市場の育成を含む金融制度もまたその実現の手段として活用された。1970年代に新経済政策が実施され、ブミプトラ (マレー人) の社会的・経済的地位向上政策を目的に、所得分配政策や住宅政策と並んで、ブミプトラ企業の育成とブミプトラによる資本所有が、経済政策の優先課題となった。銀行部門を通じて全国規模で貯蓄動員が行われ、ブミプトラ向け優先貸出が行われる一方、資本の社会的分散を実現する手段として、各分野の経済活動に政府が公営企業の形で参加して資本蓄積を行い、公営企業の民営化とブミプトラ企業の公開を進める政策がとられた。資本蓄積と資本所有の両面に関するブミプトラ政策は、マレーシア株式市場の成長を前提とし、そのために採られた市場育成政策と投資奨励政策により、リスク分散の場として株式市場の機能は、強い制約を負うことになったのである。

一方、債券市場では政策的資金配分の原因として大量の国債が発行され、年金基金などの社会保証基金への割当消化と銀行など金融機関の準備として保有を義務づける政策が、長期にわたって採用されてきた。1980年代から民間債券市場が拡大したが、それはブミプトラ政策の一環である住宅貸付に対する金融機関の負担を軽減するため、住宅抵当証券市場の導入という形で始まった。

すでに指摘したように、1990年代には社債市場も順調に拡大したが、そのかなりの部分が銀行保証債の形をとり、保証つき銀行貸付枠の拡大と並行して債券に銀行保証が付けられ、マレー系企業部門への資金流入を促進する手段として政策的に利用されたのであった。その上、社債の多くが私募発行により銀行を中心とする金

融機関と公的機関（年金基金、国営投資信託など）に保有されたために、債務不履行リスクの所在がきわめてわかり難いものとなった。そもそも年金基金や投資信託といった集団投資スキームもまた、資本所有の分散という国是を実現する手段として使われてきたために、自律的な投資決定を行う機関投資家や資産管理サービス産業が育っていない。

マレーシアは、早い時期から民間債券市場の必要性を認識し、段階的に制度構築に取り組んでいる点では評価される。民間債市場の導入も相対的に早かった。しかし、債券市場の実態は、必ずしも規模に匹敵した資本市場機能を果たしてきたとはいえないものであった。債券市場は市場としての形式的条件は整えられたものの、その発展は強い制約条件を負っていた。

3. イスラム金融制度の拡充と 債券市場

金融制度構築を行う上で、マレーシアが考慮しなくてはならないもう一つの問題は、イスラム金融制度との共存、すなわち、利子支払いを禁止する「イスラム原理と市場原理との調和」である。この点で、今後、債券市場に期待される役割は大きい。

1983年に、Islamic Banking Act が制定され、初めてイスラム原理に則ったイスラム銀行（Bank Islam Malaysian Bhd.）が設立された。1990年代に入ってイスラム金融制度の強化拡充に目が向けられ、1993年には、Interest-free Banking Schemeが導入されて、他の銀行もイスラム銀行業への参入が可能となった¹³⁾。預金額、融資額ともに絶対額では順調に伸びている。相対規模で見れば、1998年現在でも商業銀行の規模の4%程度をしめるにすぎず、今後の成長

が見込まれる¹⁴⁾。

債券市場では、1990年にイスラム債（the Islamic Private Debt Securities）が初めて導入された。表3で示されるように、1997年には、一時的とはいえ、イスラム債は民間債の新規発行額の26.8%をしめ、Cagamas債の発行額を上回った。

ベンチ・マーク債として発行されているKhazanah債（公債）は、3年物ゼロ・クーポン債の形をとっており、イスラム原理を遵守した典型的なイスラム債（Islamic debt paper）である。さらに、次節で論じられる不良債権処理と銀行の自己資本注入に必要な資金調達的手段として発行された債券もゼロ・クーポン債であり、イスラム債の形をとる。

イスラム金融制度は確実に成長しており、イスラム銀行業とともにイスラム債の発行は、多様な資金調達ニーズへの対応と貯蓄インセンティブの供与に貢献すると期待される。債券市場におけるイスラム債の発行は、今後、従来型の金融システムを補完し、イスラム・コミュニティの金融活動と投資のニーズに対応できる手段として注目されよう¹⁵⁾。

V. 銀行部門の不良債権処理と 債券市場

次に、金融危機後に実施された緊急措置としての金融再建政策が、債券市場に与える影響について触れておこう。1998年1月、金融危機後の経済復興を支えるのは銀行貸出活動であるとの認識に立って、経済復興委員会は経済改革プログラムを提示した。金融部門改革の焦点は、銀行部門の不良債権処理と資本注入を中心とする銀行部門の包括的リストラクチャリングに当てられた¹⁶⁾。

1998年5月から8月の間に、経済復興委員会勧告にしたがって、不良債権買い取り機関Danahartaと資本注入のための特別目的機関Danamodalが設立された。Danahartaは、政府出資金により1965年会社法にもとづいて設立された国営資産管理会社である。市場評価による金融機関の不良債権を買い取り、購入した債権の資産価値を再生し市場価値を高めて売却ないし償却することを目的としている。

一方、Danamodalは、中央銀行出資による有限会社形態の特別目的機関であり、銀行の支払い能力を改善し、流動性供給能力を高めてシステム・リスクとクレジット・クランチを回避することを目的としている。資本注入は、事前に一定の不良債権の処理とストレス・テストを実施して決定する。注入された資本は、生産的投資への利用を義務づけ不良債権処理に向けてはならないとされる。

ところで、債券市場の育成の観点から問題となるのは、不良債権処理と資本注入のスキームである。いずれも必要な資金調達のかな部分、政府保証付きゼロ・クーポン債（5年満期）の発行によってまかない、市場を介さずにバランス・シートの書き換えの形で、金融機関へ割当消化する方法をとっていることである。

Danahartaが不良債権処理に必要とする資金額は、150億リングと推定され、1998年11月末現在、13機関、17億リング（利子を含む）が不良債権売却に合意している¹⁷⁾。必要資金は、借入と出資金によるキャッシュ部分（銀行部門からの政府保証付き借入、政府支出、大蔵省100%所有の国営資産管理会社Kazanah Nasionalの出資金、EPFからの政府保証付き借入）と、Danaharta債（5年満期政府保証付きゼロ・クーポン債）の発行部分に分けられる。買

い取り必要額のうち100億リングは、Danaharta債を発行し、不良債権と置き換える方法をとっている。1998年末現在、26億リングのDanaharta債が発行されている。

一方、Danamodalが資本注入に必要とする資金額は、1998年11月現在、10%のバッファーを見込んで23行160億リングと推定されている。調達方法は、30億リングを中央銀行がseed capitalとして投入し、100億ドルはDanamodal債（5年満期政府保証付きゼロ・クーポン債）の発行によってまかなうこととされている。

当初、必要資金は海外市場での債券発行を予定したが格付けの低下によって不可能となり、債券発行100億リングは、準備率を2%引き下げ（9月1日に6%から4%へ）、57金融機関が引き下げ分をDanamodal債へ投資する形で割当消化されることになった。1998年10月21日に77億リング（額面110億リング）が発行され、さらに、53億リングは市場の状況が好転した際に国内債券市場で発行されることになった。銀行部門の不良債権処理に必要な資金の大部分は公的資金であるものの、一部は債券発行の形をとるものの実際には銀行部門に割り当てる形となっている。表12で示されるように、これら2つのタイプの債券は、1998年末現在、債券発行残高の8.7%を占めており、Cagamas債にほぼ匹敵する規模である。その存在は決して小さいものではない。

それにもかかわらず、Danaharta債とDanamodal債はいずれも、市場を介さずに発行され、保有期間は原則として転売を禁じられているために、流通市場をもたない。重要な点は、社債発行における銀行保証の大きさと所有の集中の両面で銀行部門が債券市場を実質的に支えてきただけでなく、銀行再建のための資金調達も債

表12 Danaharta債・Danamodal債の発行残高(1998)

	発行額 (100万リンギ)	構成比 (%)
国債 1 /	77,061	49.0
Kazanah債	4,850	3.1
Cagamas債	15,064	9.6
Danaharta債	2,601	1.7
Danamodal債	11,000	7.0
社債 2 /	46,737	29.7
合計	157,268	100.0

注：1 / Government Investment Issues, Malaysian Saving Bondsを含む。

2 / 銀行債を除くその他民間債。

出所：Bank Negara Malaysia, *The Central Bank and the Financial System in Malaysia*, 2000。

券発行の形をとりながら実質的には、健全な銀行に割り当てるという建前で、資本注入と不良債権処理を進めている銀行部門が支えていることである。

危機後の構造改革として銀行の整理統合による、銀行機能の強化が進められている。銀行部門の効率化のための統合であれば、少なくともこれら2つの債券が償還時期を迎える2003年までに、債券流通市場の整備が求められるのは筆致である。そうでなければ、さらなる公的資金の投入を覚悟しなければならない。中小企業金融は、そのためにも、専門の機関に任せるのが筋であり、過度の銀行貸付の拡大と銀行保証つき債券発行をこれ以上進めることは困難であろう。

VI. 金融制度改革と民間債市場の機能拡充—むすび—

貯蓄動員と社会的リスク分散を進めるためには、銀行優位の金融システムから脱却し、債券市場を株式市場のバランスのとれた資本市場を機能させることが必要である。マレーシア政府はこの点を認識して、1980年代後半から、金融

自由化政策の路線に沿って、機関投資家と民間資金需要をつなぐ場として、積極的に民間債券市場の基盤整備を進め、規模と成長の点ではそれなりの成功を収めてきた。

満期とタイプの両面での商品の多様化も進み、格付け制度の導入と利用についても整備が進んでいる。年金基金・保険会社など、集団投資スキームを採る長期機関投資家に対する運用規制や金融機関の準備率規制の緩和も始まっている。プライマリー・ディーラー制度の導入により、マーケット・メーカーの導入も試みてきた。

しかしながら、債券市場のベンチ・マークとなるべき国債市場は、長期にわたり政策的金融の手段として利用され、保有は公的機関に集中したために流通市場は狭く、健全なプレーヤーが育っていない。民間債券の発行は、市場参加者が限定されていたために流通市場の発展を伴わず、私募発行や銀行保証の拡大という政策をとらざるをえなかったと見ることができる。債券投資のベースとなる国債売買の自由化は、依然として最重要課題である。この点を承知した上で、ここで、民間債券市場に焦点を絞り、今後の制度改革のポイントを考えてみよう。

第1に、「公募発行条件の整備」である。社債発行のボート・ディール方式と私募発行は、発行者にとってはコスト節約的方法であり、それが順調な社債発行をもたらしたことは間違いない。しかし、市場性が限定しているために機関投資家の運用を固定化し、流動性を抑制する。格付けサービスの情報機能を高めるための企業情報開示制度の改善、税制を含め債券発行コストや売買コストの引き下げ、清算システムの効率化と拡充、派生市場の拡充など、制度的手当が必要であることはいうまでもない。

第2に、「資産運用産業の競争促進」である。

流通市場の拡大のためには、資産運用産業の自由な競争が不可欠である。個人投資家の育成には時間がかかるが、年金基金や投資信託など債券市場を支えてきた機関投資家が個人の資産運用代理者として本来の機能を果たすことによって、幅広い投資家を間接的に市場に動員することができる。マレーシアでは、集団投資スキームが、預金に代わって小額のリスク資金を広く動員する手段として活用されてきた。流通市場の形成には、機関投資家の健全で活発な資産運用行動が第一の条件である。

第3に、「銀行信用保証の縮小」である。銀行経営危機が深刻な問題となっている間は、銀行保証による債券の債務不履行リスクの削減は、実際には意味が薄れるだけでなく、銀行と債券市場の双方にとって有害である。

第4に、債券市場の発展の前提条件としてもっとも重要なのは、市場に対する「政策当局の中立性」である。1997年夏に始まる金融危機克服のための不良債権処理スキームは、銀行の不良債権処理の手段として債券市場を利用する形をとった。これは、緊急措置としてやむをえないものであったとはいえ、長期的には問題が多いやり方である。

市場原理によらない債券発行スキームは、*captive market*を温存するものであり、債券市場の発展にとっては負の効果をもたらすといえよう。満期時点での財政負担の可能性に加えて、満期前の期間における金融機関の流動性不足への対処が求められるだろう。さらには、銀行部門の再建には整理統合が避けられないが、その際にDanaharta債やDanamodal債の市場における転売が必要となるかもしれない。より弾力的な措置を考える必要があるだろう。そのためにも、流通市場の整備を急がなくてはならない。

債券市場の機能拡充は、銀行部門の整理統合と並んで今後のマレーシアの金融制度改革の鍵である。銀行部門と債券市場の相互依存を断ち切る方向への政策変更こそ、金融システムの健全な発展に不可欠の条件である。

<引用文献>

- Bank Negara Malaysia (1994) *Money and Banking in Malaysia*.
- Bank Negara Malaysia (2000) *The Central Bank and Financial System in Malaysia*.
- Lin, See Yan (1996) "Financial Institutions' Investment in Malaysian Bonds: Demand, Opportunities and Key Issues" (Presentation Paper Of the Conference on Ringgit Bond Market Trust: Institutional Investors' Role and Perspectives, October 1 1996, Kuala Lumpur)
- Lindgren, Carl-Johan and et. al., (1999) "Financial Sector Crisis and Restructuring Lessons from Asia", *Occasional Paper* 188, International Monetary Fund.
- OECD (1999) *Structural Aspects of the East Asian Crisis*, Proceedings, Centre for Economic Co-operation with Non-Members.
- Omar, Affifudin bin Haji (1996) "Financing The 7th Malaysia Plan: Maximising the Potential and Opportunities in the Debt Capital Market" (Keynote Address of the conference on Ringgit Bond Market Trust: Institutional Investors' Role and Perspectives, October 1 1996, Kuala Lumpur)
- Rating Agency Malaysia Bhd., "The Ringgit Bond Market: Issues and Issuers' Profile", *RAM-FOCUS*, No.2 December 1995.
- Rating Agency Malaysia Bhd., "The Slump in the Stock Market: How will It Affect the Credit Strength of Bonds Issued with Warrants?" *RAMFOCUS*, No.8 January 1998

河合正弘・首藤恵 (1996)「金融の自由化と国際化」
河合正弘編『アジアの金融・資本市場』日
本経済新聞社, 第1章。

桑原尚子 (1998)「金融法へのイスラム法の導入——
バンク・イスラム・マレーシアを事例とし
て」『アジア経済』第39巻第5号 (1998年5
月号) アジア経済研究所。

首藤 恵 (1998)「マレーシアの金融発展と貯蓄動員
政策——銀行・年金基金・投資信託の役割」
『証券経済研究』 第16号 (1998年11月号)
日本証券経済研究所。

首藤 恵 (1999)「マレーシアの金融危機への対応と
構造的問題」『マレーシアの資本規制と今後
の課題』OECF Research Papers No.33,
(1999年3月) 海外経済協力基金開発援助研
究所。

首藤 恵 (2000)「マレーシアの金融危機とシステム
改革」露見誠良編『アジアの金融危機とシ
ステム改革』法政大学出版会, 第7章。

注

- 1) 世界銀行 (Lingren et.al.(1999) (pp.1-15)) やOECD
(1999) Chapter 2 を典型として, 国際機関の見解は, こ
うした見方で一定の合意を得ているとみてよい。
- 2) マレーシアの国内銀行育成政策と金融制度構築に関し
て, 首藤 (1998) を参照されたい。
- 3) 1980年代末あるいは1990年代初頭に始まるアジア各国の
金融自由化と資本移動の自由化政策に関しては, 河合・
首藤 (1996) を参照されたい。
- 4) 1970年代から, 新経済政策 (New Economic Policy:
NEP) が実施され, プミプトラ (マレー人) の社会的・
経済的地位向上政策が強化され, 所得分配政策となら
んで, プミプトラ企業の育成とプミプトラによる資本所有
が, 経済政策の優先課題となった。同政策により, 株式

資本の30%をマレー人所有とする目標がかかげられ, 目
標を実現する手段として, プミプトラ企業への各種優遇
措置と企業公開の奨励に加えて, 大規模公営企業の民営
化を進める政策がとられた。公開に際して年金基金や国
営投資信託に有利な条件で株式が売却され, これら公的
機関による集団投資スキームを活用してマレー系市民に
よる間接的な株式所有が進められた。

- 5) この点について詳しくは, 首藤 (2000) を参照されたい。
- 6) Bank Negara Malaysia, *Money and Banking in Malaysia*
1994, P.374.
- 7) Rating Agency Malaysia Berhad, *RAM BOND News-*
letter, June 1998, Table 6の月別売買高に基づいて計算。
- 8) これは, 公社債引受協会『公社債年鑑』の数値にもとづ
いて計算。大量発行後の1980年には238.9%に跳ね上が
り, バブルのピーク時である1998年には, 2165%に達し
ている。
- 9) 以下の数値は, *RAM FOCUS*, January 1998, P.1 による。
- 10) Rating Agency Malaysia, *RAM FOCUS*, December 1995,
P.5, Figure4.
- 11) 以下は, *RAM FOCUS* December 1995, P.4 による。
- 12) Bank Negara Malaysia (2000) p. 413-415.
- 13) マレーシアにおけるイスラム金融制度に関しては, 桑原
(1998) を参照されたい。
- 14) 中央銀行は, 当初, 全銀行部門の預金貸付それぞれの
5%をイスラム銀行業務に当てることを目標としていた
が, 1998年にそれを見直して, 2000年12月末までに, 各
銀行の預金貸出の5%を目標に, イスラム銀行業務の拡
大政策を進めている。
- 15) Omar (1996) P.5-6.
- 16) 金融危機後におけるマレーシアの金融再建政策に関し
て, 詳しくは首藤 (1999) および (2000) を参照されたい。
- 17) 1998年8月の必要買い取り額は250億リングと推定され
たが, 9月に入って不良債権分類基準の変更, 利子率引
き下げ, 流動性不足の改善等の理由から, 150億リング
に変更され, 11月現在は若干増加している。1998年8月
末から買い取りを開始した。これは, 公表された不良債
権総額の3分の1 (6ヶ月基準) にあたる。

(中央大学経済学部 教授)